

Met risicobeheer zicht op prestaties van pensioenfondsen

In dit artikel ga ik in op de vraag hoe je vanuit de invalshoek van risicobeheer de prestaties van pensioenfondsen zou kunnen beoordelen. Met risicobeheer bedoel ik het samenhangend proces van analyse, keuze en beheersing van risico's. Mijn betoog komt in het kort op het volgende neer.

De ontwikkelingen op het gebied van risicobeheer, de convergentie van financiële markten en de toenevende maatschappelijke nadruk op transparantie zullen Nederlandse pensioenfondsen ertoe aanzetten hun prestaties zichtbaar te maken aan de hand

van algemeen geldende financieel-economische maatstaven.

De vraag of een pensioenfonds als uitvoerder van het pensioencontract tussen werkgever en werknemers waarde toevoegt of waarde vernietigt, kan alleen goed beantwoord worden als de contractvoorwaarden helder zijn. Dan kan ook bepaald worden welke risico's het pensioenfonds aanvaardt met het op de balans nemen van de pensioentoezegging van de werkgever, en welke risicobeperkende maatregelen het pensioenfonds daaraan verbindt dan wel welke

Gaston Siegelaer¹



additionele risico's het fonds toevoegt. Alle risico's die niet in de waarde van het pensioencontract zijn bevat, vormen het restrisico. De prijs voor het restrisico wordt door financiële markten bepaald. De inschatting van het restrisico en het beheer daarvan bepaalt de mate waarin waarde wordt gecreëerd of vernietigd. De prestaties van pensioenfondsen worden voor een groot deel bepaald door de kwaliteit van hun risicobeheer.

Ontwikkelingen in de financieel-economische omgeving van pensioenfondsen

Pensioenfondsen opereren in een maatschappelijke en financiële omgeving waarin de volgende drie ontwikkelingen hun invloed doen gelden op de manier waarop hun prestaties beoordeeld worden. Ten eerste wordt een toenemend belang gehecht aan transparantie van financiële instellingen ten behoeve van een goede marktwerking. Dit vindt zijn weerslag onder meer in hogere eisen aan de kwaliteit van consumentenvoorlichting (bijv. in de vorm van de financiële bijsluiter) en van jaarverslaggeving.

Verder heeft risicobeheer zich ontwikkeld tot een dominante invalshoek van waaruit financiële prestaties worden beoordeeld. De meest pregnante manifestatie daarvan is de opkomst van de RAROC (Risk Adjusted Return On Capital)-maatstaf in samenhang met Economic Capital modellen bij grote financiële instellingen. De financiële prestatie wordt gemeten door de opbrengst of toegevoegde waarde te corrigeren voor het risico(-kapitaal) dat gerelateerd is aan de bedrijfsactiviteit waarmee de opbrengst is behaald. In eenvoudige bewoordingen komt het er op neer dat hogere risico's van een bedrijfsactiviteit moeten worden gecompenseerd door hogere opbrengsten om tot dezelfde risicogecorrigeerde prestatie te leiden. Hierdoor wordt risicometing een cruciaal onderdeel van prestatiemeting.

Ten slotte leidt de convergentie van financiële markten tot de convergentie van de wijze waarop risico's worden beoordeeld en geprijsd. Financiële innovaties, zoals het gebruik van special purpose vehicles in combinatie met financiële derivaten, doen de traditionele grenzen tussen bancaire producten, verzekeringsproducten en kapitaalmarktproducten vervagen. Dezelfde economische risico's kunnen op verschillende manieren worden vormgegeven, en kunnen vervolgens weer worden uiteengerafeld en weer herverpakt. Denk bijvoorbeeld aan bancaire krediet-

risico's die via securitisatie worden doorgeplaatst bij andere marktpartijen, die weer een deel van het neerwaarts risico herverzekeren bij een verzekeraar. Het gevolg hiervan is dat de prijs van risico's uiteindelijk door financiële markten wordt bepaald, dus over de traditionele grenzen van de sectoren heen. Verderop in dit artikel bezien we de implicaties hiervan voor pensioenfondsen.

Wat wil je meten bij prestatiemeting?

Het gaat bij prestatiemeting om een paar eenvoudige vragen. Wat is de doelstelling waaraan prestaties moeten worden afgemeten? Wanneer wordt er waarde gecreëerd of vernietigd? En welk deel van de prestatie is toe te rekenen aan toeval en welk deel is toe te rekenen aan beïnvloedbare factoren voor waardecreatie?

De operationele vertaalslag van deze eenvoudige vragen kan overigens nog heel wat minder eenvoudig zijn, maar als vertrekpunt voor een beschouwing over de prestaties van pensioenfondsen zijn ze essentieel.

Een pensioentoezegging is geen prestatie van het pensioenfonds

Een pensioenfonds is uitvoerder van de collectieve pensioentoezegging van een of meer werkgevers aan werknemers. Het pensioenfonds aanvaardt het uitvoeringsmandaat met het op de balans nemen van de pensioentoezegging. Is de pensioentoezegging als zodanig daarmee een prestatie van het pensioenfonds? Neen, formeel niet, moet daarop het antwoord luiden. De inhoud van het pensioencontract is een resultante van de CAO-afspraken tussen werkgevers en werknemers. In de praktijk speelt echter de bijzonderheid dat de meeste pensioenfondsen een pensioenregeling uitvoeren die nog enkele onbepaaldheden kent. Met name gaat het dan om de vraag welke rechten een pensioenfondsdeelnemer kan ontlenen aan de voorwaardelijke indexatiebepaling in de pensioenregeling, bijvoorbeeld indien hij deze rechten bij verandering van werkgever wil overdragen aan een ander pensioenfonds. Tot nu toe zijn deze rechten impliciet bepaald. Bij de meeste pensioenfondsen hanteert men ter bepaling van de waarde van de pensioenrechten voor de discontering van toekomstige pensioenuitkeringen een (vaste) rekenrente van 4% in plaats van de marktrente. In de uitvoering van het pensioencontract ontstaat echter de vraag hoe de impliciete reservering zich vertaalt in

een indexatiebeleid in de praktijk. Zeker in een tijd dat pensioenfondsen indexaties niet of in beperkte mate toekennen, doet de roep om meer transparantie opgeld. Een dergelijk oproep om meer transparantie over de pensioentoezegging zou geadresseerd moeten worden aan de sociale partners, die immers met elkaar de inhoud van de collectieve pensioentoezegging bepalen.

Om te weten of een pensioenfonds waarde toevoegt of waarde vernietigt, moet het ijkpunt voor de uitgangspositie helder zijn, d.w.z. de contractvoorwaarden van de pensioenregeling moeten expliciet zijn. Dit betekent dat helder geregeld moet zijn wie wat betaalt (of ontvangt) in welke situaties.² Dan kan ook bepaald worden welke risico's het pensioenfonds aanvaardt met het op de balans nemen van de pensioentoezegging van de werkgever. Dit laat overigens onverlet dat het pensioencontract in essentie een incompleet contract is, omdat het altijd aangepast kan worden door de sociale partners.

Doelstelling van een pensioenfonds is de uitvoering van een pensioenregeling

Met het op de balans nemen van de pensioentoezegging accepteert een pensioenfonds de aan het pensioencontract inherente risico's. Daarbij valt te denken aan kostenrisico (beheerkosten) en sterfterisico (bijv. lang-leven risico). Voor zover het inflatierisico ten gevolge van de voorwaardelijke indexatietoezegging niet af te dekken is met beleggingsinstrumenten (vanwege de afwezigheid van passende indexobligaties), is tevens een voor het pensioenfonds onvermijdbaar risico aanwezig. Door de pensioentoezegging op marktconforme grondslagen te waarden worden deze aan de uitvoering van de pensioenregeling inherente risico's mede omvat in de waarde van de pensioenverplichtingen. Alle risico's in het pensioenfonds die niet reeds in de waarde van de pensioenverplichtingen zijn bevat, vormen het restrisico. De omvang van het restrisico bepaalt de mogelijke fluctuaties van het surplus, d.w.z. de waarde van de beleggingen minus de verplichtingen, van het pensioenfonds. Het pensioenfonds beheert alle risico's en het kan zelf het restrisico sturen.

Als het gaat om prestatie meting bij pensioenfondsen is er traditioneel aandacht voor actief beleggingsbeleid (in hoeverre wordt er outperformance ten opzichte van de benchmark behaald) en uitvoeringskosten (in hoeverre zijn de uitvoeringskosten marktconform; in hoeverre worden schaalvoordelen optimaal benut

of wordt optimaal gebruik gemaakt van uitbesteding van bepaalde onderdelen van het proces?).

Merk op dat het ijkpunt voor dergelijke prestatie metingen doorgaans gebaseerd is op marktconforme maatstaven, zoals benchmarks voor beleggingsrendementen en uitvoeringskosten. De redenering hierachter is dat de marktconforme prestatie telkens als alternatief voor de eigen prestatie had kunnen gelden. In plaats van actief vermogensbeheer had men immers in de marktindex kunnen (laten) beleggen. In plaats van zelf de uitvoering van bepaalde procesonderdelen in beheer te nemen had men het kunnen uitbesteden tegen een marktconform tarief. De paradox is nu dat het beleggingsproces en het administratieve proces niet tot de kern van het pensioenfonds behoren; ze kunnen uitbesteed worden zonder dat daarmee het pensioenfonds ophoudt een pensioenfonds te zijn. Wat niet uitbesteed kan worden, en dus wel tot de kerntaken van het pensioenfonds behoort, is het waarborgen van de uitvoering van het pensioencontract en de bewaking van het totale risicoprofiel, zoals vastgesteld door het pensioenfondsbestuur in samenspraak met de sociale partners.

Merkwaardig genoeg is er weinig aandacht voor prestatie meting op dat hogere niveau. Daarmee bedoel ik de analyse ten aanzien van het beheer van het totale risicoprofiel. Het gaat dan om de risicobepalende maatregelen die het pensioenfonds neemt dan wel de additionele risico's die het pensioenfonds toevoegt ten opzichte van de risico's die zijn geaccepteerd met het op de balans nemen van de pensioentoezegging van de werkgever.

Mismatch creëert geen waarde in een pensioenfonds

Bovenstaande benadering doet vreemd aan voor wie de huidige usances in de wereld van pensioenfondsen gewend is. Men komt dan eerder argumentaties tegen over de afweging tussen extra risico en extra rendement van meer in zakelijke waarden beleggen, hetgeen zich vertaalt in gemiddeld te verwachten lagere premies of gemiddeld te verwachten hogere indexaties. Dat beleggingsbeleid gebaseerd op beleggen in zakelijke waarden zou dan een betere prestatie opleveren ten opzichte van een beleggingsbeleid zonder een dergelijke mate van mismatch tussen beleggingen en verplichtingen. Klopt deze redenering dan niet?

Het probleem met deze conventionele wijsheid is dat het vormgeven van het pensioencontract wordt ver-

ward met het uitvoeren van de pensioenregeling. In het vormgeven van het pensioencontract hoort te worden bepaald wie wat ontvangt en betaalt in welke situaties. Het kan dan gaan over premiekortingen, premiebijstortingen, indexaties, of kortingen op of achterwege laten van indexaties. In essentie is het een risicoverdelingsvraagstuk. We hadden al eerder vastgesteld dat het pensioencontract als zodanig geen prestatie van een pensioenfonds is. Dat geldt ook voor de risico-rendementsafweging bij de vaststelling van het beleggingsbeleid. Een mismatch tussen beleggingen en verplichtingen creëert geen waarde in het pensioenfonds; het zorgt namelijk alleen voor een ander risicoprofiel voor de betrokken partijen.³ Welke partijen meer of minder profiteren van de verandering van het risicoprofiel hangt natuurlijk af van de spelregels van het pensioencontract.

Om dit duidelijk te maken heb ik twee gestileerde voorbeelden opgesteld. In elk voorbeeld ga ik omwille van de eenvoud uit van twee groepen belanghebbenden: premiebetalers en pensioengerechtigden. Verder vereenvoudig ik de tijdhorizon tot één periode: aan het begin van de periode wordt de premie ingelegd en aan het eind van de periode worden de pensioenen betaald. Tevens wordt aan het eind van de periode het surplus verrekend met premiebetalers en pensioengerechtigden op basis van de spelregels van het pensioencontract. Aan het begin van de periode op $t=0$ is een surplus S aanwezig.

Voorbeeld 1

In het pensioenfonds wordt een positief surplus S of een negatief surplus S aan het eind van de volgende periode gelijkelijk verdeeld tussen premiebetalers (in de vorm van premierugstorting resp. premiebijstorting) en pensioengerechtigden (in de vorm van hogere resp. lagere indexatietoekenning). We kunnen de economische posities dan als volgt weergeven:

premiebetalers	$\frac{1}{2} S$
pensioengerechtigden	$\frac{1}{2} S$
totaal	S

De mismatch verandert het risicoprofiel van het surplus S , d.w.z. de kansverdeling van toekomstige waarden van S . De waarde S op $t=0$ blijft gelijk voor elk van beide groepen.

Voorbeeld 2

Bij een positief surplus gaat $\frac{3}{4}$ deel naar de premiebetalers, en $\frac{1}{4}$ deel naar de pensioengerechtigden. Bij een

negatief surplus dragen de premiebetalers $\frac{1}{4}$ deel en de pensioengerechtigden $\frac{3}{4}$ deel.

We kunnen de economische posities dan als volgt weergeven:

premiebetalers:	$\frac{3}{4} S$ (als $S > 0$) resp. $\frac{1}{4} S$ (als $S < 0$)
pensioengerechtigden:	$\frac{1}{4} S$ (als $S > 0$) resp. $\frac{3}{4} S$ (als $S < 0$)
totaal	S

De uitbetalingen zijn zogeheten contingent claims op het surplus (d.w.z. kasstromen waarvan de mate van uitbetaling afhangt van de waarde van het surplus). Dezelfde economische posities kunnen weergegeven worden als gekochte callopties en geschreven putopties op het surplus met een uitoefenprijs X gelijk aan nul ($X = 0$).

premiebetalers:	$\frac{3}{4} \text{Call}(X = 0) - \frac{1}{4} \text{Put}(X = 0)$
pensioengerechtigden:	$\frac{1}{4} \text{Call}(X = 0) - \frac{3}{4} \text{Put}(X = 0)$
totaal	$\text{Call}(X = 0) - \text{Put}(X = 0) = S$

Voor de premiebetalers hebben de spelregels van de risicoverdeling een positieve waarde: zij delen meer in het opwaarts risico dan het in het neerwaarts risico. Voor pensioengerechtigden is de situatie omgekeerd. De mismatch verhoogt de volatiliteit van het surplus en verhoogt de waarde van de calloptie en de putoptie. Hiervan profiteren de premiebetalers en dit gaat ten koste van de pensioengerechtigden. De totale waarde blijft gelijk aan S . Het is dus een zero-sum game.

De werkelijkheid is vele malen gecompliceerder dan in bovenstaande gestileerde voorbeelden. Toch kunnen we wel een aantal algemene aspecten benoemen. Over het algemeen zullen de premiebijstortingen gemaximeerd zijn tot een bepaald niveau. De indexaties zullen doorgaans gemaximeerd zijn tot het niveau van de inflatie of loongroei, terwijl de ondergrens nul is. Als we dit weergeven aan de hand van contingent claims analyse, dan bevat het pensioencontract schijnbaar een 'gat'. Indien de premies op de maximale bovengrens staan en de indexaties op de ondergrens, lijkt er geen verdeelsleutel voor een dan nog resterend negatief surplus voorhanden te zijn. Het gevolg hiervan is dat er in het pensioenfonds als het ware een geschreven putoptie achterblijft. Deze zogeheten 'pension put' representeert het risico dat er in het pensioenfonds een tekort optreedt, terwijl er geen belanghebbenden zijn die op grond van de afgesproken beleidsmatige spelregels het tekort moeten compenseren. Echter, de rekening van een eventueel tekort moet toch betaald

worden. Die rekening kan uiteindelijk terecht komen bij degenen met opgebouwde pensioenrechten, omdat de wettelijke mogelijkheid bestaat om tekorten te compenseren door op de bestaande rechten te korten. Dit wordt de kortingsregeling genoemd (zie art. 7 lid 1 sub i van de Pensioen- en Spaarfondsenwet). Dan blijkt ook een specifiek aspect waarin een pensioenfonds verschilt van een andere financiële instelling: het kan niet technisch failliet gaan, omdat er altijd de wettelijke mogelijkheid bestaat op de bestaande rechten te korten. Daarom ook sprak ik van een schijnbaar 'gat' in het pensioencontract; feitelijk is de geschreven 'pension put' in handen van degenen met opgebouwde pensioenrechten. Het is echter een laatste redmiddel; de betrokken partijen beschouwen het niet als een reguliere beleidsoptie. We kunnen dus concluderen dat het restrisico in het pensioenfonds uiteindelijk zal neerslaan op de waarde van de opgebouwde rechten van (gewezen) deelnemers.

Maar hoe kan het dan dat sommigen vinden dat een mismatch leidt tot een waardecreatie? Dat blijkt vooral een kwestie van perceptie te zijn. Of beter gezegd: het hangt ervan af vanuit welk gezichtspunt je het beschouwt. Laten we nog eens kijken naar de contingent claims analyse van het hiervoor besproken type pensioenregeling. Daarin is sprake van een asymmetrische uitbetaling: premiebetalers kunnen zo goed als onbeperkt profiteren van meevallers (denk aan premierugstortingen), terwijl dit voor pensioengerechtigden gemaximeerd is. Andersom geldt dat tegenvallers voor premiebetalers doorgaans gemaximeerd zijn. De economische positie van de premiebetalers heeft de vorm van een calloptie op het surplus in het pensioenfonds. Zoals bekend uit de optietheorie, is de waarde van een dergelijke constructie groter naarmate de volatiliteit van het surplus groter is. Oftewel: voor premiebetalers lijkt een zo groot mogelijke mismatch tussen beleggingen en verplichtingen optimaal. Dat is voor de lange termijn overigens een gevaarlijke conclusie, want de werknemers worden later pensioengerechtigden en kunnen dan de rekening van het verhoogde risico gepresenteerd krijgen.

Spiegelbeeldig hieraan zal vergroting van de mismatch namelijk leiden tot een oplopende (negatieve) waarde van de 'pension put.' Dit is precies het gevolg van het feit dat het een zero-sum game is. Een pensioenfonds wordt bestuurd door werkgevers en werk-

nemers gezamenlijk. Werkgevers zijn premiebetalers, en werknemers zijn naast premiebetalers ook houders van pensioenrechten, maar voor beide groepen tezamen overheerst het karakteristiek van de premiebetaler. Het is dus niet zo vreemd dat in hun ogen "waarde wordt gemaximaliseerd" door een mismatch. De rekening daarvan, de geschreven pension put, is dan echter buiten beschouwing gelaten.

De prijs van het restrisico wordt door financiële markten bepaald

Als het gaat om het meten van de omvang van het restrisico, zou mijns inziens hiervoor een marktconforme maatstaf moeten worden gehanteerd. De reden daarvoor is dat de prijs voor restrisico door financiële markten wordt bepaald, en niet door sectorspecifieke usances. De sectorspecifieke aspecten komen immers aan bod bij het (vormgeven van het) pensioencontract. Denk daarbij aan de mate van premievolatiliteit als risicomatstaf voor de premiebetalers of aan de kans op en mate van waardeverstheid van het pensioen als risicomatstaf voor de pensioengerechtigden.

Het restrisico kan echter door middel van diverse financiële instrumenten verhandeld worden over de sectorale grenzen van pensioenfonds, verzekeraars, banken en beleggingsinstellingen heen. Zo zou een pensioenfonds in theorie een optie kunnen afsluiten waarbij de uitoefenprijs afhangt van de waarde van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen. Op die manier wordt restrisico direct geprijsd. Een ander theoretisch voorbeeld is als een pensioenfonds een deel van zijn financiering door middel van de uitgifte van zogeheten tier-1 leningen zou hebben bewerkstelligd. Een dergelijke lening biedt onbeperkte verliescompensatie ten koste van de coupon of de hoofdsom van de lening. De prijs van een dergelijk instrument zou de prijs van het restrisico weerspiegelen. In de praktijk kennen we deze directe observaties van de prijs van het restrisico niet.

Echter, ook op indirecte wijze speelt het restrisico een rol. Zo zal een tegenpartij bij een derivatentransactie met een pensioenfonds het tegenpartijrisico van dat pensioenfonds inschatten, hetgeen afhangt van het risicoprofiel van het pensioenfonds. Ook bij andere kapitaalmarkttransacties, zoals bijvoorbeeld een synthetische securitisatie van een hypotheekportefeuille op de balans van een pensioenfonds, wordt de kredietwaardigheid, dus de omvang van het

restrisico, door marktpartijen ingeschat bij de prijsbepaling van de opslag voor tegenpartijrisico. Een marktpartij die op zijn beurt dat risico weer zou willen afdekken door middel van een financiële herverzekering of een financieel derivaat, heeft opnieuw te maken met prijsbepaling door financiële markten. Kortom, er staan geen schotten om pensioenfondsen heen die hen afschermen van de financiële markten waar risico's geprijsd worden.

In hoeverre is de norm voor de omvang van restrisico sectorspecifiek? Een dergelijke norm is op te vatten als een norm voor de 'pension put' en dus voor de kredietwaardigheid van de nominale pensioenaanspraken. Als die kredietwaardigheid van de opgebouwde pensioenaanspraken substantieel minder zou worden dan de kredietwaardigheid van andere vormen van institutionele besparingen, mag verwacht worden dat dit – op den duur – door rationeel economisch gedrag van consumenten wordt gecompenseerd door meer besparingen door middel van die andere vormen van institutioneel sparen, bijvoorbeeld via levensverzekeringen. Kortom, ook de norm voor restrisico staat niet op zichzelf.

Voorbeelden van waardecreatie door risicobeheer

Wanneer wordt er nu waarde gecreëerd of vernietigd op het niveau van het totale risicoprofiel? Laten we om te beginnen uitgaan van het voorbeeld van de herverzekering van verzekeringstechnische risico's. Voor de herverzekering betaalt het pensioenfonds een verzekeringspremie. Dit gaat ten koste van de aanwezige middelen. In ruil daarvoor is een stuk risico overgedragen. We kunnen in de situatie vóór en ná herverzekering bepalen wat de prijs zou zijn van het restrisico. Analoog aan de eerdere prestatie-metingen dienen hiervoor marktconforme maatstaven gehanteerd te worden. De prijs voor het restrisico is dan de prijs die men in de markt zou betalen om het risico af te dekken. De prijs van het restrisico zou je bijvoorbeeld kunnen bepalen als de premie van een putoptie op de activa van het pensioenfonds, met als uitoefenprijs de waarde van de verplichtingen. Voorbeeld 3 toont een situatie waarin waarde is gecreëerd.

Voorbeeld 3

Stel dat de prijs voor het restrisico in de Ausgangssituatie 10 bedraagt. Tegen een herverzekeringspremie van 1 wordt een deel van het verzekeringstechnisch risico overgedra-

gen. Na overdracht van het risico is ook de waarde van de activa afgenomen. In de nieuwe situatie bedraagt de prijs voor het restrisico 8. Blijkbaar is de marginale afname van de prijs voor het restrisico (te weten 2) hoger geweest dan de herverzekeringspremie. Op basis van marktconforme waarderingen is dus een waarde van 1 gecreëerd.

In voorbeeld 4 is sprake van een mismatch tussen beleggingen en verplichtingen, waarbij het neerwaarts beleggingsrisico wordt afgedekt, bijvoorbeeld door een beleggingsconstructie met derivaten.

Voorbeeld 4

Stel dat de prijs voor het restrisico in de Ausgangssituatie 10 bedraagt. Het neerwaarts beleggingsrisico wordt afgedekt waardoor de prijs van het restrisico afneemt tot 7. De kosten van het afdekken van neerwaarts beleggingsrisico bedragen 2. Blijkbaar is de marginale afname van de prijs voor het restrisico groter dan de kosten van afdekking van neerwaarts beleggingsrisico. Op basis van marktconforme waarderingen is dus waarde toegevoegd.

Zichtbare prestaties

De keerzijde van de aanwezigheid van restrisico is dat daarvoor in het economisch verkeer ten behoeve van het waarborgen van de solvabiliteit kapitaal aangehouden moet worden. De functie van risicobewaking door het pensioenfonds wordt dan gestalte gegeven door op basis van het beschikbare kapitaal het restrisico te budgetteren en het feitelijke risicoprofiel te monitoren en indien nodig bij te sturen. Het gaat dan om de risicobudgetten voor de strategische asset allocatie en voor actief beheer binnen en tussen de beleggingscategorieën. Deze 'risk budgetting' heeft bij diverse pensioenfondsen overigens al zijn intrede gedaan. Waar het hier echter om gaat is dat het risicobudget is gekoppeld aan de norm voor het restrisico.

Een pensioenfonds kan over het risicobeheer verantwoording afleggen door de omvang van de 'pension put' te normeren, en dit te toetsen aan de prijs van het feitelijk aanwezige restrisico. Op soortgelijke wijze kan ook duidelijk gemaakt worden in welke mate het restrisico is afgenomen dan wel toegenomen. Het nemen van maatregelen kan verantwoord worden aan de hand van ex ante inschattingen van het effect op het restrisico. De inschatting van het restrisico en het beheer daarvan bepaalt de mate waarin waarde wordt gecreëerd of vernietigd. De prestaties van pensioenfondsen worden voor een

groot deel bepaald door de kwaliteit van hun risico-beheer.

Wie hebben belang bij meer zichtbaarheid van de prestaties van risicobeheer? In ieder geval de (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden van het pensioenfonds, maar ook potentiële werknemers. Echter, ook werkgevers hebben er belang bij dat de feitelijke inschatting van risico's van het pensioenfonds een kloppend geheel vormt met de wijze waarop de ondernemingsbalans de risico's van de pensioenregeling voor de ondernemer toont. En voor zover het een beursgenoteerde onderneming betreft, heeft het beleggend publiek ook belang daarbij. Pensioenfondsen zijn grote beleggers, en dus ook langs deze weg direct belanghebbenden bij meer transparantie door beursgenoteerde ondernemingen over de pensioenregeling.

Conclusies

In dit artikel heb ik tal van elementen belicht die op zich niet nieuw zijn. Ik heb onderscheid gemaakt tussen het vormgeven van het pensioencontract en het uitvoeren van het pensioencontract. Bij het vormgeven van het pensioencontract gaat het in essentie om een risicoverdelingsvraagstuk. Het restrisico, dat wil zeggen het risico dat niet contractueel verdeeld is over de betrokken partijen, vormt de 'pension put' en moet door het pensioenfonds bewaakt worden. Terwijl voor de vormgeving van het pensioencontract sectorspecifieke maatstaven op hun plaats zijn, behoort het restrisico beoordeeld te worden op marktconforme maatstaven.

Eindnoten

- 1 De auteur is werkzaam bij de Pensioen- & Verzekeringkamer. E-mail: g.siegelaer@pvk.nl. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven. Ik dank collega's en de referenten voor hun commentaar op een eerdere versie.
- 2 Zie over de spelregels voor een pensioencontract ook: Ponds (2003) en Van Ewijk (2003).
- 3 Zie ook: Exley (2001).

Literatuur

- Ewijk, C. van, (2003), Nieuw pensioenakkoord nodig, Economisch-Statistische Berichten, 21 februari 2003, pp. 76-79.
- Exley, J. (2001), Pensions funds and the UK economy, paper presented to the Joint Institute and Faculty of Actuaries Finance and Investment Conference, Guernsey.
- Ponds, E.H.M. (2003), Fair pensioen voor jong en oud, in: Economisch-Statistische Berichten, 24 januari 2003, pp. 28-31.